

## 成本支撑下，黑色系结构性机会增多

### 报告摘要：

#### ➤ 终端需求：整体偏弱，韧性仍存

国内房地产企业资产负债率处于较高的位置，在 80% 左右，地产企业的风险加大，来自银行和社会的资金支持减少；过去一年地产商拿地速度快，导致现房销售增速大幅下滑，期房销售尚可。以上和低土地购置面积的影响下，预计下半年新开工增速大幅下滑，施工面积上涨对冲部分需求减量。

基建方面，交通运输在专项债的构成比例较低，目前对建筑钢材刺激作用有限，未来有可能提高这一块的比例。

2019 年 5 月的数据显示，汽车产量累积同比减少 13.01%，而销量累积同比减少 16.4%。在一直保持着两位数下滑的情况下，2018 年遗留下来的产业矛盾仍未解决。预计下半年难有好转。

2019 年前 5 月钢材出口整体同比有所增加，截至 5 月报 2909 万吨，同比增速 2.5%，但仍远低于 2017 年的同期水平。预计今年出口将有所缓和，但幅度不大。

#### ➤ 钢材：供应持续偏强，后续增速或回落

在结束三年去产能后，行业系统性风险被有效解除，2019 年下半年仍将延续上半年的产能扩张中。2019 年下半年钢材供给预计仍同比走高。但其增量幅度相较上半年有所收窄。原因有以下几点：1. 夏季及冬季是环保限产的高峰期，届时生铁的产量将会有所缩减；2. 2018 年第四季度环保限产相对放松，导致生铁产量基数较大。因此预计到 2019 年末，生铁的产量增速难以维持 9% 的高位，而是略微下调。

在供需的模式下，今年高产下钢材的社会库存压力将高于近几年

#### ➤ 铁矿石：没有永恒的牛市

总量来看，下半年铁矿的需求增量在 5200 万吨左右，而下半年基于澳洲主流矿山加大对中国的出口，以及巴西 VALE 尾矿事件的逐渐缓和，澳巴进口铁矿的缺口将较上半年有所减少，但仍存在。

外矿价格对国内已经没有价格优势，而且国内的矿山开工率持续走高。加上海外矿山事故影响随着时间逐渐衰减，铁矿的疯狂或一去不复返。

#### ➤ 焦炭：在供需结构变化中寻找机会

在产能改造的大趋势下，焦炭的新产能优于老产能，大厂开工率大幅走高，预计供应偏强；而在第三季度中前期，预计其需求有所减弱。三季度库存水平并不支持焦炭价格大幅上涨。

三季度关注螺纹/热卷的多头+焦炭空头配置；四季度关注螺纹/热卷多头+铁矿空头配置。

分析师：孙佳兴

从业资格号：F3045995

研究所

黑色期货研究室

TEL: 010-82292663

Email: sunjiaxing@swwhysc.com

### 相关图表

### 相关研究

《钢材价格有支撑，“疯狂的石头”有回调风险》——2019 年 2 月黑色系策略报告

《强供应结合库存风险释放，钢材冲顶后或回落》——2019 年 3 月黑色系策略报告

《供强需弱，钢材利润偏弱运行》——2019 年第二季度黑色系策略报告

## 目录

一、 行情回顾 .....	4
二、 终端需求：整体偏弱，韧性仍存 .....	4
（一）地产：新开工面积增速和施工面积增速此消彼长 .....	4
（二）基建：温和增长，刺激作用有限 .....	6
（三）汽车：产业矛盾短期难以改善 .....	7
（四）进出口：反弹空间有限 .....	7
三、 钢材：供给持续偏强，后期增速或回落 .....	8
（一）后供给侧改革，行业风险被有效化解 .....	8
（二）生铁，粗钢产量增速 .....	9
（三）库存：压力大于去年 .....	11
三、 铁矿石：没有永恒的牛市 .....	12
（一）2019 上半年回顾：价格飙涨后的逻辑 .....	12
（二）2019 年下半年预期：时代终将落幕 .....	15
四、 焦炭：在供需结构变化中寻找机会 .....	16
（一）焦炭供应偏向于大厂生产 .....	16
（二）需求：增速有限，关注不同时间段 .....	17
五、 行情展望：寻找结构性机会 .....	18

## 图表

图 1: 螺纹钢价格指数 .....	4
图 2: 上市房企资产负债率 .....	5
图 3: 商品房销售结构 .....	5
图 4: 新开工和土地购置 .....	6
图 5: 房屋新施工面积增速 .....	6
图 6: 基建投资情况 .....	6
图 7: 汽车产量累积同比 .....	7
图 8: 汽车销量累积同比 .....	7
图 9: 钢材出口量 .....	8
图 10: PMI: 新出口订单 .....	8
图 11: 钢铁行业资产负债率 (%) .....	9
图 12: 生铁产量及同比增速 .....	9
图 13: 估算电炉产量 (粗钢-生铁) .....	10
表 1: 唐山地区分阶段限产政策 .....	10
图 14: 螺纹钢厂库存 .....	11
图 15: 螺纹社会库存 .....	11
图 16: 热卷钢厂库存 .....	12
图 17: 热卷社会库存 .....	12
表 2: 四大矿山发运量预期 .....	12
图 18: 澳巴发运中国铁矿石 .....	13
图 19: 巴西发运情况 .....	13
表 3: 唐山区域限产产能和时间规划 .....	14
图 20: 港口铁矿石库存 .....	14
图 21: 各品种铁矿价差 .....	15
图 22: 国内矿山开工率: 铁精粉 .....	16
图 23: 焦化开工率 .....	16
图 24: 焦炉产能利用率 .....	16
图 25: 钢厂焦炭库存 .....	17
图 26: 独立焦化厂焦炭库存 .....	17
图 27: 焦炭港口库存合计 .....	18
图 28: 焦炭基差 .....	18
图 29: 螺矿比 .....	19
宏源期货研究团队 .....	20

## 一、行情回顾

2019 上半年黑色系走势分化比较严重。螺纹在年初的上行之后横盘三个多月，在 6 月末由于环保限产的诱因，盘面价格向现货价格收紧，基差收窄。然而这段时间钢材的利润在不断的下降，根本原因就在于铁矿价格的一路飙升。而铁矿价格在 4 月份之前主要受到海外矿山的供应收缩影响，短期货源不足；在 5 月及以后的时间主要受到国内生铁产量的大幅上涨，导致铁矿需求缺口进一步扩大。铁矿在内外因素的双重刺激下，价格一路飙涨至盘面 800 点以上，同时基差 100 点以上。焦炭则表现先强后弱，其现货价格在经历了几轮提涨之后至 2300 点，盘面价格也跟涨，伴随的是基差的回落。随着钢厂利润的收缩，焦炭价格成为最主要的被打压的对象。

图 1：螺纹钢价格指数



资料来源：Wind, MySteel, 宏源期货研究所

## 二、终端需求：整体偏弱，韧性仍存

### （一）地产：新开工面积增速和施工面积增速此消彼长

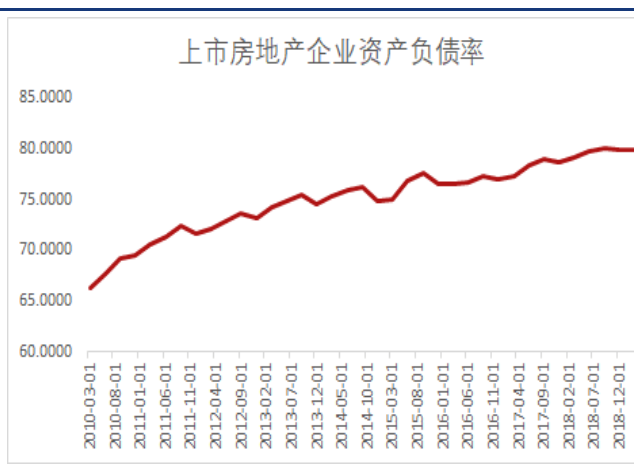
地产作为钢材尤其是建材最重要的需求端，其产业周期受到多方面因素影响。与建筑钢材消费最为直接的部分在于房屋的新开工和施工情况，这两个环节涉及到地产商的拿地开工的部分，是钢材的直接需求端。但地产行业遵循“销售-回款-拿地-开工-投资”的传导规律，因此判断未来地产开工和施工情况，我们需要关注其投资销售情况。

自 2010 年开始，在国内宽松政策下，国内房企杠杆率一路上行，资金来源较为充沛。目前国内房地产企业资产负债率处于较高的位置，在 80% 左右，且该杠杆水平已经维持了超过一年的时间。我们预计这一高水平的杠杆率大概率不会继续上行，反而在未来会有所下降。一方面，根据住建部 2004 年修订的《城市商品房预售管理办法》，商品房预售需要“投入开发建设的资金达到工程建设总投资的 25% 以上”。该政策在一定程度上对高杠杆率的房企有限制作用，类

似于高水位线。如果杠杆率过高，则导致工程建设总投资资金过于高，而实际投入开发资金不足。另一方面，在高资产负债率以及国内的地产调控环境下，地产企业的风险加大，来自银行和社会的资金支持减少。而在多个地方限售的政策下，房企自身的资金回款速度相对减缓。

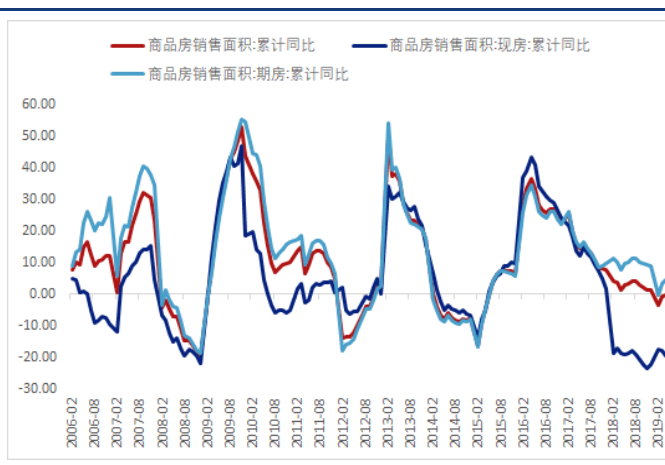
从国内的商品房屋销售结构来看，在 2018 年以前，国内期房和现房的销售增速变化并不大，基本保持同步运行。但在 2018 年初，国内期房和现房销售增速出现了明显的分离。在 2018 年由于国内房企采取“高周转，高拿地开盘，快回款，慢施工”的策略，导致国内期房销售面积增速相对持稳，但其现房的销售出现了较大的回落，一度下降超过 20%。而国内以三四线城市为代表的房屋销售增速下滑已成事实，且该趋势预计将延续。我们预计 2019 年下半年期房的销售增速将会走弱，而现房的销售将在低位企稳。

图 2：上市房企资产负债率



资料来源：WIND, MySteel, 宏源期货研究所

图 3：商品房销售结构



资料来源：WIND, MySteel, 宏源期货研究所

从销售的传导角度来看，未来半年的地产新开工面积增速预计走弱。而另一个加速新开工面积增速走弱的点在于过去半年地产商的土地购置面积大幅跳水。因 2018 年下半年国内地产商拿地较多，增速一度达到 15%，今年以来地产商拿地的程度大幅衰减。从直观的数据可以看到，前 5 个月累积土地购置面积增速在 -30% 以下。在如此低的拿地面积下，新开工面积将会面临着销售和拿地的双杀。相对于 2018 年的超过 15% 的新开工增速，我们预计 2019 年下半年该指标将下降至 0-5% 之间。

在地产商去年的高拿地、高开工之后，随之而来的是土地施工面积的企稳增长。上文提到过，在地产商大规模的出售期房之后，目前待施工房屋数量相对增加较多。可以理解为，这些房子在出售之后成为资产负债表里的“负债项”，而这些“负债”需要在一定的时间内偿付，也就是将期房变成现房。从传导规律来看，过去的 5 个月里国内房屋施工面积增速稳定增长，而预计 2019 年下半年施工面积增速将会边际增长。

在销售向开工再到施工的传导中，这一轮周期已经传导至末端。在销售和拿地双双走低，导致新开工面积面临双杀的情况下，施工面积增速的预计上升将会对冲掉部分新开工的下调。这样来看，未来半年建材类需求韧性仍存，但整体增速是要下调的。因新开工的回落速度预计要大于施工面积的增长。

图 4：新开工和土地购置



资料来源：WIND, MySteel, 宏源期货研究所

图 5：房屋新施工面积增速



资料来源：WIND, MySteel, 宏源期货研究所

## （二）基建：温和增长，刺激作用有限

基建是建筑钢材需求的另一个终端，其投资速度一般在地产投资处于下降周期的时间段上较快，属于逆周期调节，更像是安全垫。也就是说从大致走势上，基建和地产投资呈现出一一定的负相关性。在今年的基建投资中，我们在第二季度报中就提到过，更改口径后的新基建规模扩大，老基建口径相对持平：

- 2018 年 12 月的交通运输工作会议指出：“2019 年的主要预期目标是完成公路水路固定资产投资 1.8 万亿元左右”。铁路投资 8000 亿。
- 2019 年的基建更多重心将布局于 5G、人工智能、工业互联网、物联网等新型基建。

图 6：基建投资情况



资料来源：Wind, MySteel, 宏源期货研究所



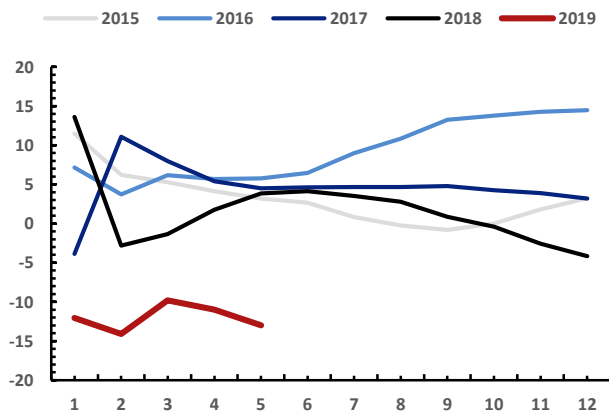
截至 2019 年 5 月，全国固定资产投资完成额：基础设施建设投资（不含电力）同比增长 4%，增速相较 2018 年底有微量增加。其中铁路运输和道路运输增速为 2.8%和-0.8%，相比于总的基建增速，钢材需求端增速较慢。而下半年地方政府专项债，尤其是铁路运输领域部分，可以部分缓解资金紧的问题，也就是说，专项债纳入项目资本金对于基建有所提振。这一部分时间周期较长，见效相对缓慢。

### （三）汽车：产业矛盾短期难以改善

截至 2019 年 5 月的数据显示，汽车产量累积同比减少 13.01%，而销量累积同比减少 16.4%。在一直保持着两位数下滑的情况下，2018 年遗留下来的产业矛盾仍未解决，这也是相对于螺纹而言，热卷价格“一蹶不振”的最根本的原因。对于汽车产销持续低迷，我们认为 1) 自 2018 年，整体宏观经济下行，居民不断去杠杆，受影响最大的是乘用车的产销，商用车受到影响并不大；2) 2017 年车辆购置税优惠政策透支了部分居民购车的需求，导致从 2018 年以来汽车的销量持续受到影响；3) 5 月份受到国五国六的标准影响，不符合新国标的乘用车销量受到很大影响。

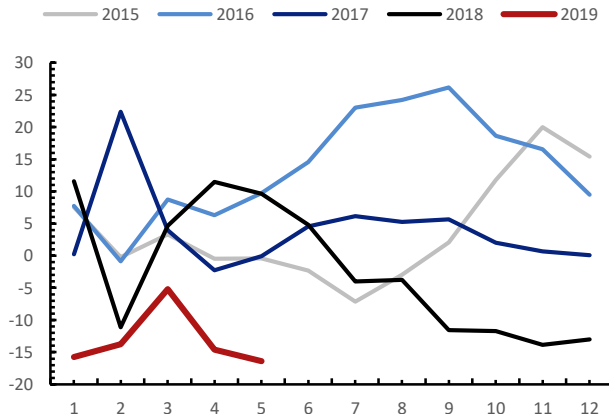
这种影响大概率会延续至 2019 年第三至第四季度初期，但由于目前的期货市场基本已经反映出了汽车产销的低迷，类似于 2018 年卷螺差倒挂 300-400 元/吨的现象在 2019 年大概率不会出现。

图 7：汽车产量累积同比



资料来源：WIND, MySteel, 宏源期货研究所

图 8：汽车销量累积同比

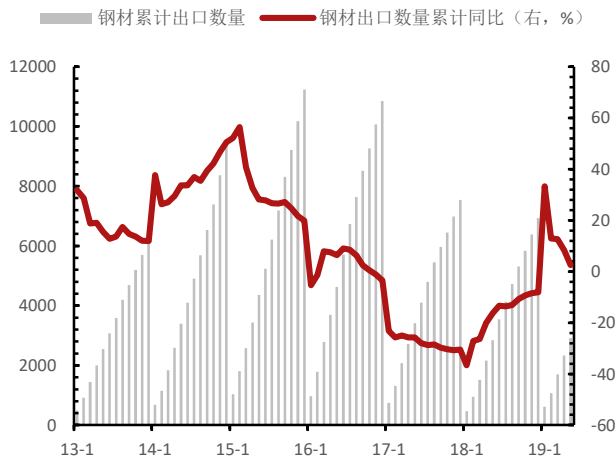


资料来源：WIND, MySteel, 宏源期货研究所

### （四）进出口：反弹空间有限

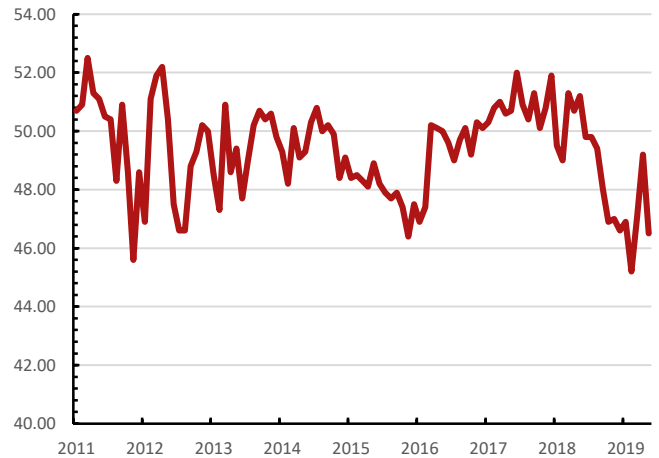
2019 年前 5 月钢材出口整体同比有所增加，截至 5 月报 2909 万吨，同比增速 2.5%，但仍远低于 2017 年的同期水平。预计今年出口将有所缓和，但幅度不大。目前抑制出口的主要因素：1) 国内钢价与国际钢材没有价格优势，相比于 2016 年以前，近几年由于钢价的大幅飙升，我国钢材在价格上并没有优势，甚至在 2018 年一度高于东南亚、东欧等国家近 1000 元/吨，高企的价格也使出口一再下滑；2) 东南亚等主要出口目的国新建产能释放，使目标出口国对于我国钢材的需求量边际减少，进而导致出口下滑。

图 9：钢材出口量



资料来源：WIND, MySteel, 宏源期货研究所

图 10：PMI：新出口订单



资料来源：WIND, MySteel, 宏源期货研究所

综合来看，钢材需求的利多点在于基建的逆周期调节，专项债对铁路运输项目资金的提振。下半年施工面积增速对新开工面积增速的预期下滑起到一定的对冲作用，但幅度有限，二者综合效应仍是终端需求增速偏弱运行。因此在汽车消费、出口并没有太大的亮点情况下，2019 年下半年的消费预期偏弱，但韧性仍存，无需过度悲观。

### 三、钢材：供给持续偏强，后期增速或回落

#### （一）后供给侧改革，行业风险被有效化解

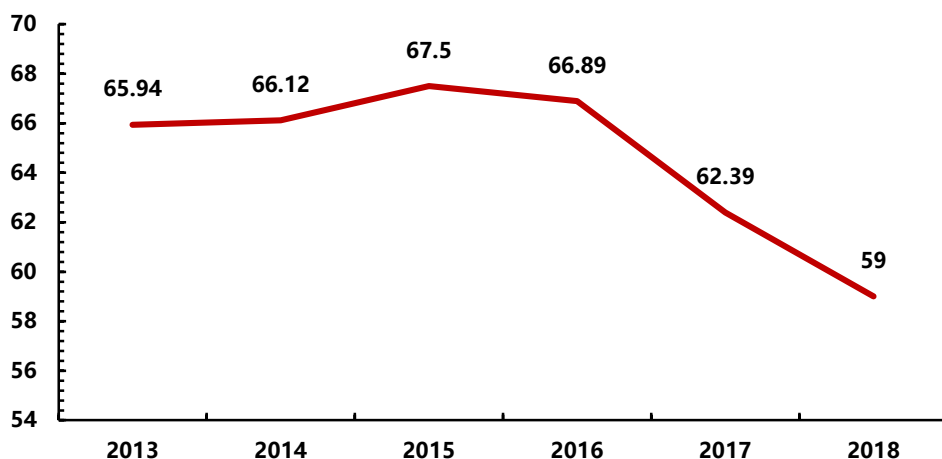
在结束了三年的产能规划后，我们所取得的主要成果之一就是解除了钢铁行业系统性风险。钢铁行业资产负债率由 2015 年的 67.5% 峰值，下降到目前的 59%。2018 年 10 月中央政治局会议中，当下政策的重点已经转移到“稳就业、稳金融、稳外贸、稳投资、稳预期”的整体基调上。总结来说：政策红利拐点已现，未来钢价长期牛市势不再来。目前已印证，且 16-18 三年的供给侧改革去 1.5 亿产能任务完成，后续为产能改造。

截至 2019 年 6 月中旬，据 Mysteel 不完全统计，有 32 家钢厂公示了产能置换项目，其中拟退出产能约 1.11 亿吨，新建产能约 9436 万吨。而 9 各钢铁产能置换项目将于本月开工建设，涉及的钢铁企业有承德建龙、中新钢铁、徐钢集团、河北津西钢铁等，合计产能 2823 万吨。新产能总比例虽然低于被置换的产能，但新产能代表着更大的高炉容积和更环保的生产。无论是从产能利用率，还是环保效率上讲，新置换的产能利用效率更高，且对抗环保的能力更强，在面对突发环保政策时，其供应受到的影响更小。

因此从产能周期上来看，在结束三年去产能后，2019 年下半年仍将延续上半年的产能扩张中，下文我们将深入探讨下半年生铁和粗钢的产量预期，以及和 2018 年下半年相比之下的增速问题。



图 11: 钢铁行业资产负债率 (%)



资料来源: Wind, MySteel, 宏源期货研究所

## (二) 生铁, 粗钢产量增速

三年供给侧改革较强的抑制了生铁产量。截至 2018 年 12 月份, 生铁产量超过 7.7 亿吨, 同比增速仅为 3%。但到了 2019 年 5 月份, 生铁产量达到 3.35 亿吨, 同比增幅达到 8.9%, 创同期历史新高。

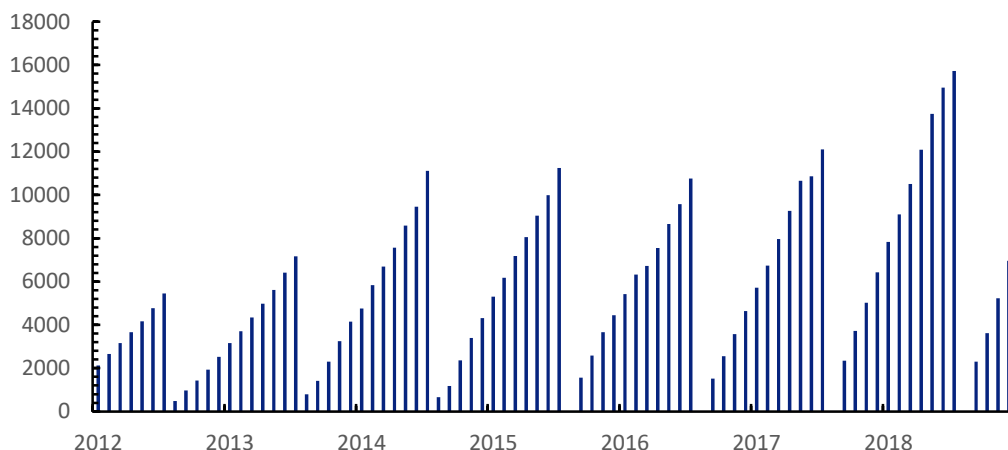
图 12: 生铁产量及同比增速



资料来源: Wind, MySteel, 宏源期货研究所

我们利用粗钢和生铁的差值代表模拟电炉部分产量。今年以来电炉部分粗钢产量达到 6953 万吨, 增幅为 8.18%, 相较于去年, 其增速有所下滑, 但这是基于去年去除地条钢之后表内粗钢产量大幅走高的前提。今年电炉产量在成本的推动下预计将继续维持较高增速。整体粗钢供应全面走强。

图 13： 估算电炉产量（粗钢-生铁）



资料来源：Wind, MySteel, 宏源期货研究所

2019 年 6 月 22 日，唐山市相关部门发布了《关于做好全市钢铁企业停限产工作的通知》，来进一步加大钢企减排力度。根据钢企高炉限产比例 20-50% 的文件政策，对唐山样本 138 座高炉（不含长期停产）进行理论测算：合计月度影响铁水量约 516 万吨，减少品种产能约 468 万吨，其中影响带钢量 146 万吨；型钢 30 万吨；螺纹 52 万吨；盘螺线材 59 万吨；热卷 173 万吨；中厚板 7.4 万吨；钢坯外卖量约 62 万吨，具体影响量以钢厂实际对产品的调配为准。届时产能利用率约在 59%，较当前值下降约 17.25%。

该项政策执行至 8 月 1 日。8 月 1 日之后，视全市空气质量和气象条件情况再决定上述停限产措施是否延续执行。置换产能按时停产。为首钢京唐钢铁二期一步、丰南纵横钢铁项目产能置换的钢铁、焦化装备，必须按承诺时限关停。丰南区要组织粤丰钢铁停产到位。

表 1： 唐山地区分阶段限产政策

	第一阶段（3月）	第二阶段（4-9月）
钢铁行业	在执行秋冬季错峰生产方案的基础上，全市不承担供暖任务的钢铁企业烧结机（竖炉）限产50%，承担供暖任务的钢铁企业烧结机（竖炉）限产比例与高炉限产比例保持一致	4、8、9月份，区域二钢铁企业烧结机(球团)限产50%，其中绩效评价为A类的钢铁企业烧结机(球团)限产20%。高炉限产比例延续执行秋冬季错峰生产要求，因秋冬季承担供暖任务需要延期执行的产能不列入错峰比例。5、6、7月份，区域一钢铁企业执行此项要求。
焦化行业	除涉及居民供热的焦炉外出焦时间全部延长至28小时。	4、8、9月份，区域二焦化企业出焦时间延长至28小时。5、6、7月份，区域一焦化企业出焦时间延长至28小时。
其他	在启动重污染天气应急响应时，按照最严格的减排措施执行	各类企业在启动重污染天气应急响应期间，按照重污染天气应急响应相关规定实施停限产
备注		区域一：路南区、路北区、开平区、古冶区、丰南区、迁安市、滦州市、滦南县、乐亭县、曹妃甸区、海港开发区； 区域二：高新区技术产业开发区、丰润区、遵化市、迁西县、玉田县、芦台经济开发区、汉沽管理区

资料来源：Wind, MySteel, 宏源期货研究所

从 2019 年 3 月份的文件和最新的文件对比发现，其实二者实际的限产比例相差不大。这是因为在今年年初唐山地区已经下发了非采暖季限产的规定，只不过在这个过程中部分钢厂没有严格按照规定执行，导致唐山地区空气环境排名一直处于末尾。这次的限产政策更是对前期的重申以及补充。因此第三季度初期生铁的产量将会一定程度上环比下降，这在第三季度中后期将会有所缓解和释放。

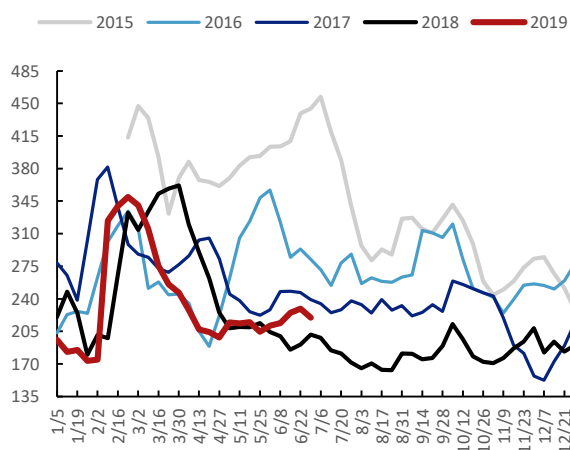
综合以上，2019 年下半年钢材供给预计仍同比走高。但其增量幅度相较上半年有所收窄。原因有以下几点：1.夏季及冬季是环保限产的高峰期，届时生铁的产量将会有所缩减；2.2018 年第四季度环保限产相对放松，导致生铁产量基数较大。因此预计到 2019 年末，生铁的产量增速难以维持 9% 的高位，而是略微下调。但整体今年钢材产能产量供应扩张事实不变。

### （三）库存：压力大于去年

从今年的三月末，我们在第二季度报告中就提到今年的库存走势并不乐观。到了 5 月份，我们提出螺纹社会库存将会在 6 月中上旬迎来拐点，目前已经坐实。今年库存的绝对位置虽然低于去年，当相比于其他年份，仍是偏高的水平。而且今年最大的变量在于产量的持续走高。螺纹周度产量在 5-6 月持续维持在 370 万吨以上。伴随着需求的季节性走弱，高产下引发的必然是库存累积。这部分风险已经开始释放。

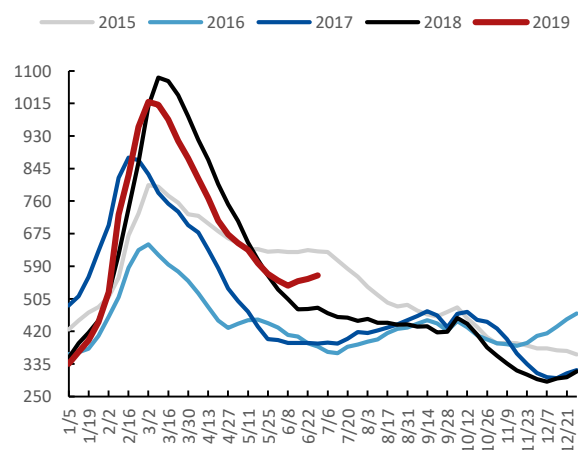
2019 下半年螺纹的两地库存需要更加关注社会库存的绝对量和走势。从短周期来看，库存有继续上升的趋势，但由于阶段性限产的因素在，其幅度有限。因此我们预计螺纹的社会库存将在 8 月份以后将会进一步累积，在消费旺季到来之前持续走高。第四季度需要关注螺纹冬储时间点。我们有相关的指标提前 2 周左右给出冬储拐点预测，具体方法请详见往期策略报告。

图 14：螺纹钢厂库存



资料来源：WIND, MySteel, 宏源期货研究所

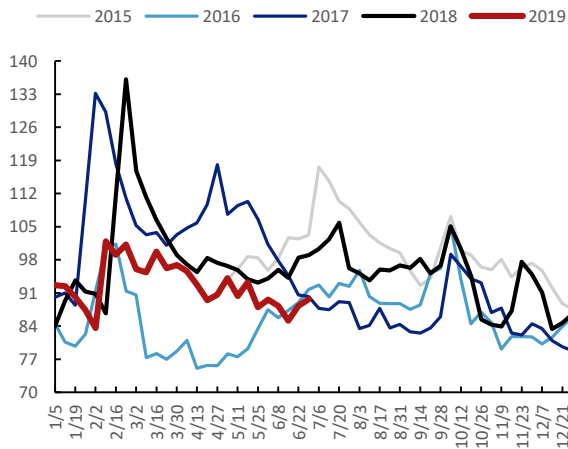
图 15：螺纹社会库存



资料来源：WIND, MySteel, 宏源期货研究所

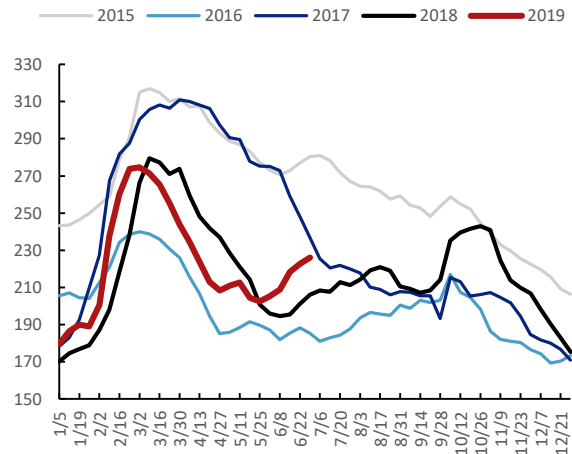
再来看热卷，相对于螺纹来说，热卷的库存变动规律性较弱，但大的方向不变。截至 6 月，热卷的社会库存已经连续累积近两个月，相较于钢厂库存压力较大。从今年的供需角度来看，热卷的社会库存预计在夏季将继续累积，甚至超过 2017 年的同期水平。其风险累积程度要超过螺纹，基本面持续偏弱。

图 16：热卷钢厂库存



资料来源：WIND, MySteel, 宏源期货研究所

图 17：热卷社会库存



资料来源：WIND, MySteel, 宏源期货研究所

### 三、铁矿石：没有永恒的牛市

自 1 月 25 日 VALE 矿难事故发生以来，铁矿石价格的运行逻辑主要又海外事件主导，而国内的供需关系对铁矿价格的影响甚微。尤其是 2-3 月份是钢厂补库的低峰期，对铁矿的补库需求并不强烈，因此国内的声音比较小。但到了第二季度，VALE 事故已经发生了两个多月，其对价格产生的长期影响有所体现；除此之外，国内钢厂的需求逻辑也将会对铁矿价格产生影响。我们在第二季度报——《供强需弱，钢材利润偏弱运行》提出，铁矿的供需矛盾将在第二季度集中体现。

#### （一）2019 上半年回顾：价格飙涨后的逻辑

截至 2019 年 6 月下旬，我们汇总了全球主要矿区矿石发运计划，以及复产计划。2018 年四大矿山总发运量为 11.43 亿吨，2019 年预计发运量在 10.7 至 11.5 亿吨之间。相对悲观的观点是 2019 年四大矿山总发运量预期和 2018 年相比减少 7000 余万吨。

表 2：四大矿山发运量预期

	2017	2018	2019第一季度	2019年预期
淡水河谷	32000	35100	7290	30700-33200
力拓	33700	33600	8022	33300-34300
必和必拓	26700	27700	6361	26500-27000
FMG	16500	17900	4800	16500-17000
总计	108900	114300	26473	107000-115000

资料来源：Wind, MySteel, 宏源期货研究所

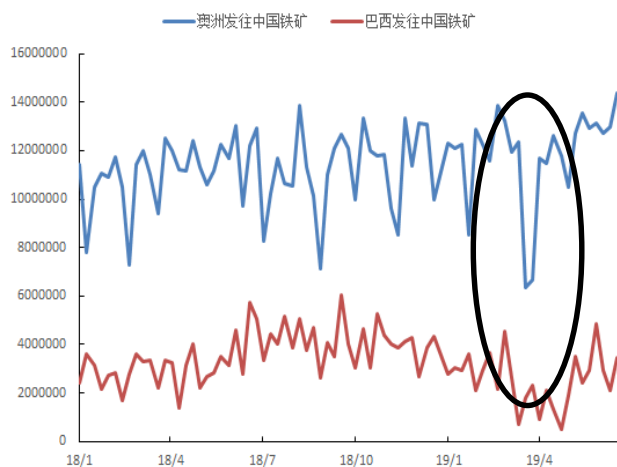
备注：

- 近期 VALE 的 brucutu 矿区恢复 2000 万吨的湿吨产能;
- 英美资源的米纳斯-里奥 (Minas-Rio) 矿区增加 1500 万吨左右至 1800-2000 万吨;
- 印度矿山也有望增加 1500 万吨到 2.25 亿吨;
- VALE 矿山宣布将花费 19 亿美金使 9 座尾矿退役;
- 6 月 7 日, 在 Canadian Dam Association 的尾矿安全分类中, BHP 全球的 67 座尾矿中有 32 座处于较高的风险中。

基于我们上文对铁水产量的预估, 2019 年生铁产量预计增加 6168 万吨左右。对应铁矿石的需求增量在 9800 万吨左右。结合全球铁矿石的供应预期, 按照巴西发运中国铁矿石占比在 55% 的假设下, 相对乐观而言, 今年国内铁矿石的需求缺口将在 1 亿吨左右 (不考虑国内矿山增产, 海外矿山超预期供应及大规模环保限产情况); 相对悲观而言, 今年国内的铁矿需求缺口在 1.5 亿吨左右 (基于淡水河谷后续无复产, BHP 尾矿较大概率出现风险的前提)。

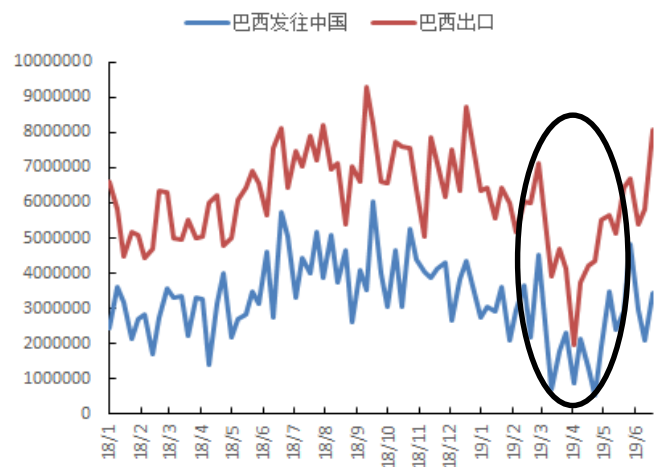
从预期数据来看, 上半年铁矿石的上涨根本原因在于供需矛盾。最初在 3-4 月份, 基于 VALE 矿山事故和澳洲飓风的原因, 两地发运量大幅下滑, 导致供应短期紧缺。而在恢复了供应之后, 巴西并没有在第一时间加大对中国地区的供应, 反而是在 4 月中下旬继续减少对中国铁矿的供应。这一举动加剧了铁矿的紧缺, 价格一路上行。

图 18: 澳巴发运中国铁矿石



资料来源: Bloomberg, 宏源期货研究所

图 19: 巴西发运情况



资料来源: Bloomberg, 宏源期货研究所

在进入 5 月后, 一个比较明显的现象是国内连铁的期货价格要比新加坡的铁矿掉期价格涨幅大, 且具有短期领先效应。我们判断在 5 月后国内的生铁产量快速上升, 对铁矿的需求加大是这之后铁矿价格上涨的主要因素。

上文也提到, 按照规定, 今年 5-6 月份唐山地区非采暖季限产理论上偏向严格, 但是这短时间部分钢厂并没有严格按照规定限产, 导致空气质量大幅下降。这也一定程度上利好钢材供应和铁矿的需求。在唐山市政府进行严格排查后, 自 6 月下旬开始, 唐山及其他主要地区的限产相对严格, 比例有所提高, 对铁矿的需求在短期有一定的打压作用。

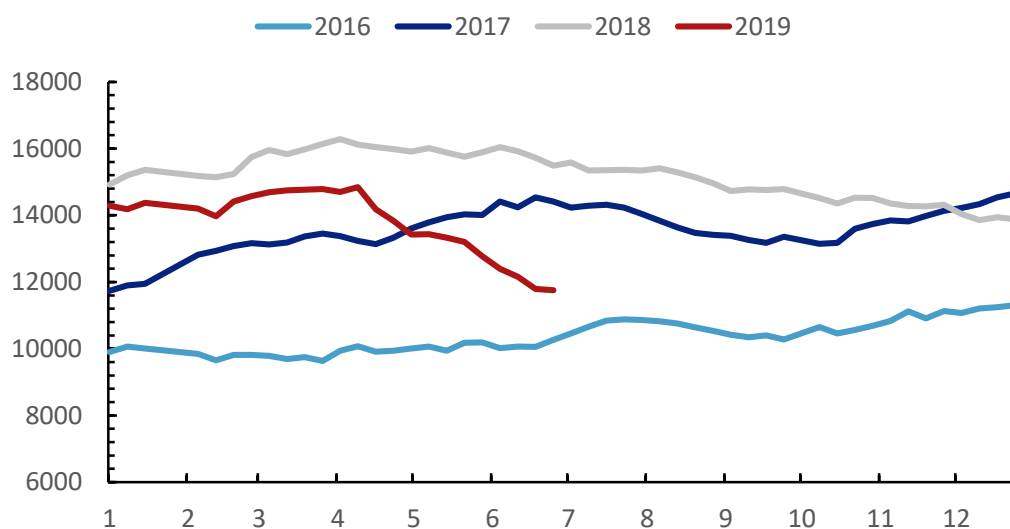
表 3：唐山区域限产产能和时间规划

区域一	炼铁产能（万吨）	区域二	炼铁产能（万吨）
路北区	874	遵化市	771
丰南区	1489	丰润区	611
开平区	232	迁西县	972
曹妃甸区	1732	玉田县	133
古冶区	718		
迁安市	3660		
滦南县	320		
乐亭县	649		
滦县	1642		
合计	11316		2487
占比	81.98%		18.02%
限产月份	5、6、7		4、8、9

资料来源：Wind, MySteel, 宏源期货研究所

从总量的角度来看，2018 年国内生铁产量 77105 万吨，澳巴进口总量为 76522 万吨。澳巴进口铁矿总数占国内铁矿需求总数的 62%左右，今年占比走低，预计在 60%左右。2019 年前 5 个半月的生铁供应增量在 3000 万吨，对应的铁矿需求增量 4800 万吨左右，对应理论澳巴铁矿增量为 **2880 万吨**。而这段时间澳巴铁矿进口数为 28238 万吨和 6061 万吨，增量仅为 **780 万吨**。这部分外矿缺口被国内铁矿港口库存和内矿补充。

图 20：港口铁矿石库存



资料来源：Wind, MySteel, 宏源期货研究所

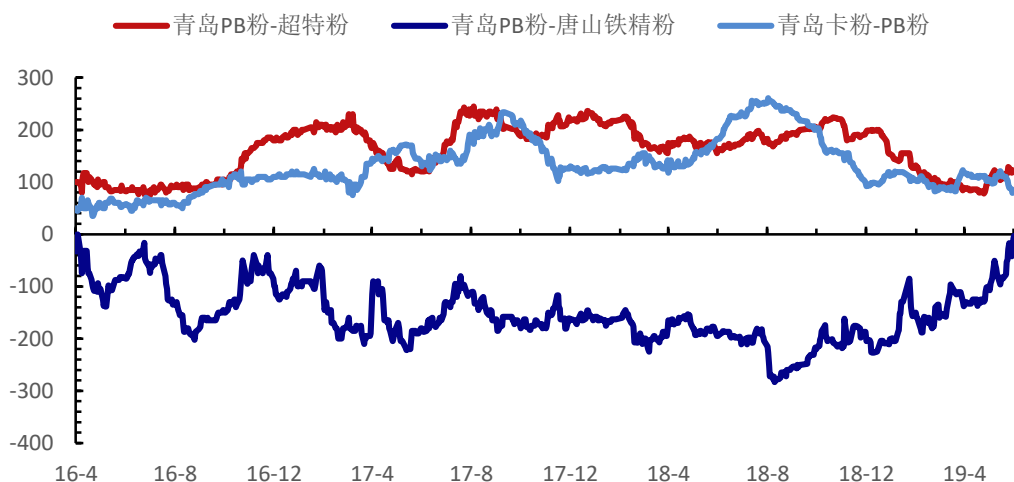


## (二) 2019 年下半年预期：时代终将落幕

基于我们对上半年铁矿供需矛盾的分析，2019 年下半年缺口仍在。总量来看，下半年铁矿的需求增量在 5200 万吨左右，对应的澳巴进口增量在 3100 万吨左右。而下半年基于澳洲主流矿山加大对中国的出口，以及巴西 VALE 尾矿事件的逐渐缓和，澳巴进口铁矿的缺口将较上半年有所减少，但仍存在。也就是说第三季度国内的铁矿港口库存仍将大概率下行（基于目前的海外事件来看）。

但目前为止，不可忽略的问题就是进口铁矿的价格问题。自 2018 年末至 2019 年 6 月底，铁矿的绝对价格涨幅超过 70%，青岛 PB 粉 61.5% 纯度已经达到 850 元/吨的高位，折盘面超过 930 元/吨。从目前的内外矿价差来看，61.5% 的进口矿价格和 65% 的唐山铁精粉价格基本一致。换句话说，相同品质下，进口矿石价格已经高于国内矿石，其价格不再有优势而是相对劣势。同时，进口矿石的高低品位价差缩减至下边界，就外矿而言，PB 粉的价格优势已经不再，卡粉的价格相对处于低位。

图 21：各品种铁矿价差

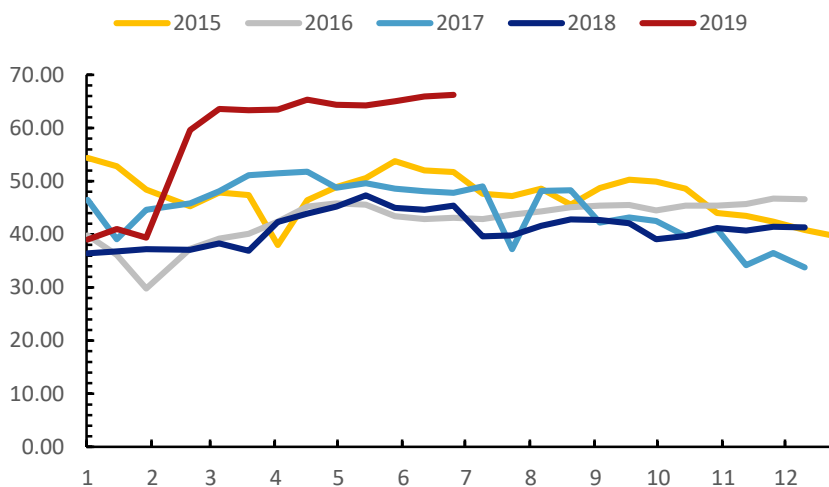


资料来源：Wind, MySteel, 宏源期货研究所

从国内的铁矿生产来看，今年以来国内铁精粉开工率一直走高，并在 6 月底达到了 66% 的高位，远超往年同期。国内的铁矿供应加大是对外矿供应紧缺的补充。这一部分增量和港口铁矿库存的减量共同补充了铁矿的需求缺口。在价格推动和优势下，下半年预计国内矿山的开工率将继续走高，且钢厂使用内矿的偏好预期将加大。

除此之外，第四季度是传统的采暖季限产阶段，虽然自 2017 年后限产不再一刀切，但重要产区仍然将会维持高度限产规模。届时对铁矿的需求在一定程度上有所打压。且澳洲发运量在价格优势下不断攀升，预计下半年其发运将持续走高，以追求高额利润。同时，对于年初的 VALE 矿山事故，随着时间的流逝其效应衰减，这是一个慢过程。就类似于铁矿的真正供需问题并没有在二三月份爆发，而是在第二季度爆发。未来铁矿的供应将会持续恢复，这在短期内可能体现的不会很充分，但在 2019 年第四季度会逐渐显现出来，届时综合因素将会对铁矿的价格产生较强的打压作用。

图 22：国内矿山开工率：铁精粉



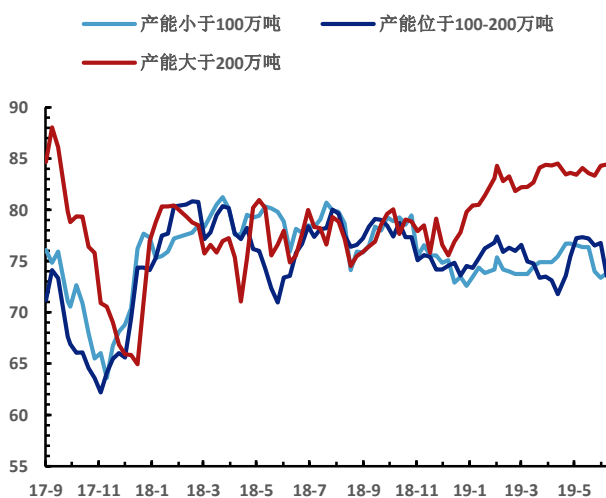
资料来源：Wind, MySteel, 宏源期货研究所

## 四、焦炭：在供需结构变化中寻找机会

### (一) 焦炭供应偏向于大厂生产

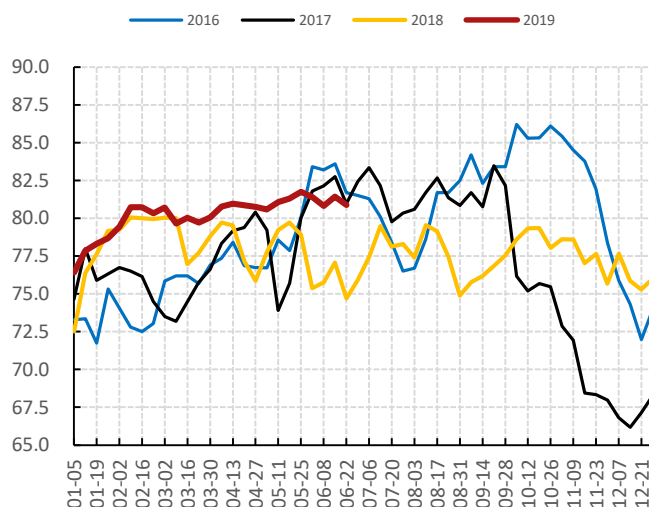
从上半年的焦炭供应来看，焦化厂（尤其是产能大于 200 万吨的厂子）开工率大幅走高。这主要是受益于在产能改造的背景下，大厂环保问题解决的相对充分，小厂的生产环节受到环保效应冲击比较大。其次在大厂的先进设备下，产能利用率相对于去年有质的提升。因此上半年以来焦炭的供应较强。随着产能改造的进一步落实，预计焦炭强供应的格局不会在短期内有所改变。

图 23：焦化开工率



资料来源：WIND, MySteel, 宏源期货研究所

图 24：焦炉产能利用率



资料来源：WIND, MySteel, 宏源期货研究所

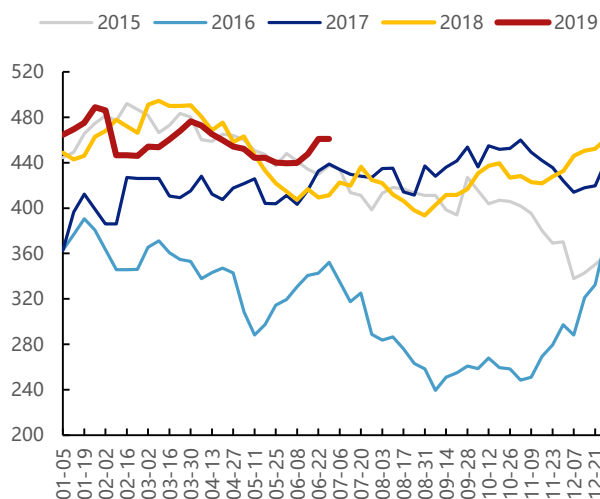
## （二）需求：增速有限，关注不同时间段

下半年焦炭的需求需要分阶段来考量。首先是第三季度前期，受到多地环保限产的影响，高炉开工率预计下调，对焦炭的需求利空。这一状况预计延续至 8 月份，届时独立焦化厂的库存将大概率走高。

一般而言，钢厂的焦炭库存绝对量相对稳定，且变化的幅度较小，绝对位置较高，其对价格的影响微乎其微。除了 2016 年钢厂库存大幅下调，引发的焦荒显现，导致焦炭价格大幅飙涨。而正常的情况下，和焦炭价格相关性较大的是独立焦化厂库存，因其绝对量较低，变化幅度大，其变化方向和价格往往相反。

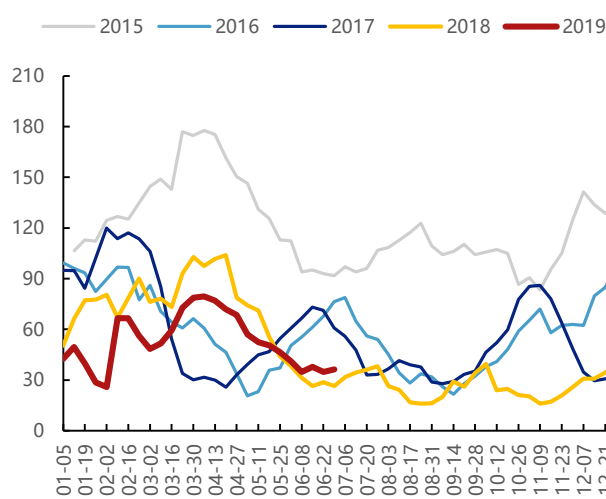
到了“金九银十”，焦炭的需求有望企稳并有所反弹。在冬季采暖季时期焦炭的需求将会进一步减弱。因此下半年焦炭的供需矛盾并不统一，而是呈阶段性变化。价格也因具体行情而定。

图 25：钢厂焦炭库存



资料来源：WIND, MySteel, 宏源期货研究所

图 26：独立焦化厂焦炭库存

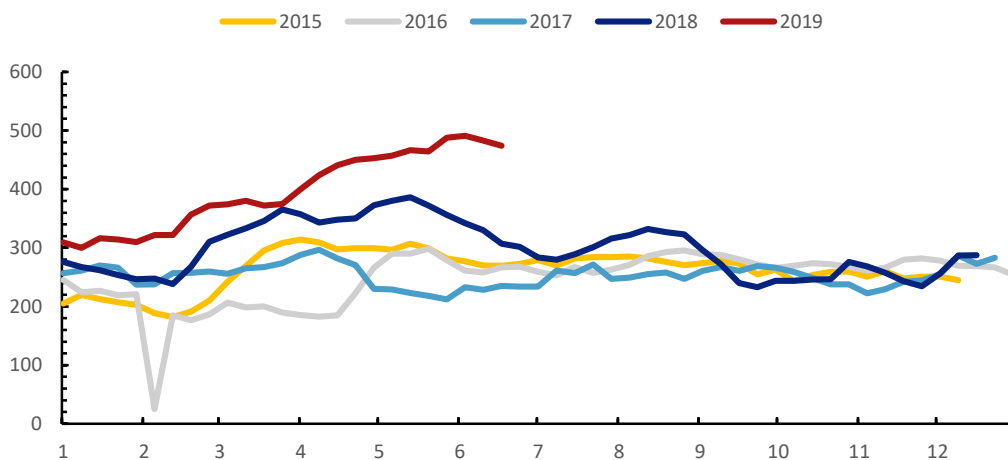


资料来源：WIND, MySteel, 宏源期货研究所

除了两厂库存是需求端的直接表现外，焦炭港口库存也是衡量供需矛盾的重要指标。从 2019 上半年的情况来看，焦炭港口库存一改往年的规律，呈现出稳步上行的趋势。也就是说目前港口的焦炭较为充裕，传导至钢厂后其矛盾并不强烈，形成较强的安全垫作用。而高企的港口库存配合低位的焦化厂库存，在需求走弱的阶段会引发库存的进一步堆积，这对价格是较大的利空。也就是说，在第三季度前期，焦炭的基本面偏弱。

从今年的整体供应格局来看，产能改造下产能利用率大幅提升，大厂的开工率受环保的影响较小。而需求端在上半年表现同样强劲，焦炭的供需矛盾体现并不完全。在下半年尤其是第四季度中后期，焦炭预计供需两弱，届时需要关注库存的绝对位置以及生铁产量情况。总的来说，下半年焦炭将从供大于需，逐渐转换为供需边际减弱的状态上。

图 27：焦炭港口库存合计



资料来源：Wind, MySteel, 宏源期货研究所

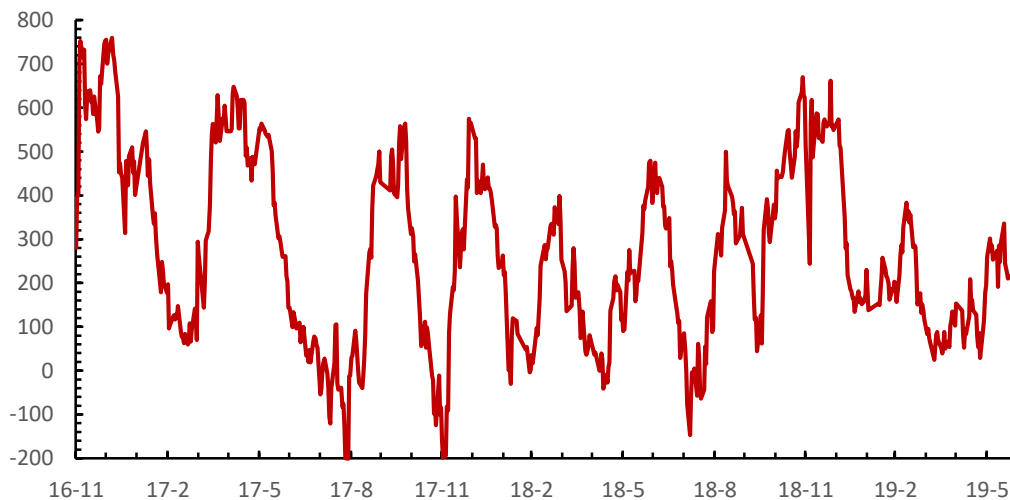
## 五、行情展望：寻找结构性机会

就钢材而言，由于铁矿价格高企，目前模拟利润接近盈亏边缘，钢材绝对价格下行空间不大。伴随着三季度前期主要地区限产明显，周度供应在第三季度中前期将会有所下降。

就铁矿而言，三季度供不应求现象仍然存在，因此其价格维持在高位震荡的概率比较大。港口的铁矿石库存预计还将走低。但因为铁矿目前投机度极高，其价格波动性极大，操作不慎易造成短期较大回撤。

焦炭，目前铁矿的成本不易被压制，钢厂更多的是采取压低焦炭价格。三季度前期面临钢厂的提降，焦炭现货有望走弱；叠加 9 月前基差的最后一次扩张预期，其盘面 1909 合约价格有望在三季度中前期走低。

图 28：焦炭基差



资料来源：Wind, MySteel, 宏源期货研究所

因此就第三季度而言，铁矿的价格波动相对大，不易操作。建议在中前期找机会做套利，以螺纹/热卷多头+焦炭空头为核心。

当进入到第四季度，钢材供应端主要受到采暖季限产的影响，预计产量增速有所下滑。叠加冬季主动补库存，也就是冬储，绝对价格支撑较强。而在需求偏弱的预期下，价格也难走出长牛。铁矿则在第四季度中后期受到影响，预计需求有所减弱，加上供应的恢复，基本面偏弱。

图 29：螺矿比



资料来源：Wind，MySteel，宏源期货研究所

因此预计螺矿比在第三季度相对在低位企稳，临近第四季度后或有反弹趋势。建议在第四季度螺矿比企稳后，可选择螺纹/热卷多头+铁矿空头配置。

## 分析师简介:

**孙佳兴:** 金融工程硕士, 材料物理学士, 现任宏源期货研究所黑色期货分析师。

## 宏源期货研究团队

金融期货(期权)研究		金属研究	
曾德谦	010-82292833 zengdeqian@swwhyse.com	王激	010-82292669 wanglian@swwhyse.com
黄小洲	010-82292826 huangxiaozhou@swwhyse.com	孙佳兴	010-82292663 sunjiaxing@swwhyse.com
朱善颖	010-82292599 zhushanying@swwhyse.com	张小凯	010-82292665 zhangxiaokai@swwhyse.com
能源化工研究		农产品研究	
詹建平	010-82292685 zhanjianping@swwhyse.com	肖峰波	010-82292680 xiaofengbo@swwhyse.com
朱子悦	010-82292661 zhuziyue@swwhyse.com	熊梓敬	0871-68072126 xiongzijing@swwhyse.com
杨首樟	010-82292599 yangshouzhang@swwhyse.com	黄小洲	010-82292826 huangxiaozhou@swwhyse.com
策略研究			
吴守祥	010-82292860 wushouxiang@swwhyse.com	肖婷敏	010-82292660 xiaotingmin@swwhyse.com

## 免责声明:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源期货, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。